# 個股報告

2026 年 10 月 13 日

研究員：陳俐妍 ly.c@capital.com.tw

| | |
|---|---|
| 前日收盤價 | 527.00 元 |
| 目標價 | |
| 3 個月 | 635.00 元 |
| 12 個月 | 635.00 元 |

## 南亞科(2408 TT) Buy

**獲利處於上行，建議 Buy。**

**投資建議**：AI 運算(GPU、TPU、CPU 及 ASIC)主導整體 DRAM 需求強勁成長，全球記憶體產業景氣循環邁入長期結構性擴張。AI 應用領域持續擴大，推升更高容量、更高頻寬及客製化記憶體架構需求，需求已由核心之 HBM 與 LPDDR5 全面擴展至網路、儲存及系統管理等應用，而供應商將產能部署於 HBM 與先進製程，對常規 DRAM 造成實質產能排擠。南亞科目前簽署長期供應協議(LTA)的產能約占總出貨量的 50~70%。不過南亞科位元出貨量已達高點，現有廠區在 4Q27 新廠量產前產能維持滿載，出貨量維持平穩走勢，加上公司庫存處於低檔，預估南亞科 2027 年 bit shipment 持平，預估南亞科 2027 年稅後 EPS 127.64 元。主要 DRAM 大廠將產能重心轉向 HBM 與 DDR5 等高階產品，壓縮 DDR4 供給，使南亞科逐步成為 DDR4 的最大供應商，議價能力持續提升，建議南亞科 Buy，目標價 635 元。

**3Q26 稅後 EPS 25.40 元**：受惠 AI 基礎設施拉貨與長約效益浮現，3Q26 營收為 1,336.49 億元，QoQ+61.90%，ASP QoQ>+60%。匯率對營收影響 QoQ+1~3%，bit shipment QoQ-4~-6%。毛利率受 Blend ASP 上升，3Q26 毛利率上揚至 85.66%，增加 6.17 個百分點。南亞科 3Q26 稅後 EPS 25.40 元，淨值 118.99 元。

**預計 2026 年資本支出 697 億元**：南亞科董事會決議為加速 5A 新廠建置並提前支付設備預付款，將 2026 年資本支出預算由原訂的新台幣 520 億元，大幅上調至不超過新台幣 697 億元，增加 177 億元，增幅約 34%，較 2025 年資本支出新台幣 134 億元，YoY 增加 420.15%，資本支出調升主要係於 5A 新廠建置與 EUV 先進設備預付款。資本支出中 50%用在新廠的廠務和無塵室等，其餘 50%則會使用在設備採購上。5A 新廠第一階段月產能規劃為 35.9K 片，預計於 1Q27 進行設備移入裝機，4Q27 開始投產貢獻出貨，目標於 2028 年底前達成每月投片量 30K 片，並於 2030 年底前達成全產能每月投片量 50K 片之長期目標。

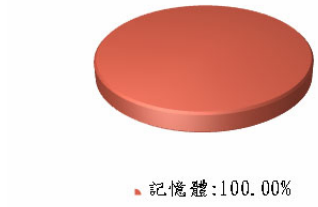
### 近期報告日期、評等及前日股價

| | | |
|---|---|---|
| 08/31/2026 | Buy | 540.00 |
| 07/13/2026 | Buy | 435.50 |
| 07/03/2026 | Trading Buy | 407.00 |
| 06/23/2026 | Buy | 505.00 |
| 06/15/2026 | Buy | 374.00 |

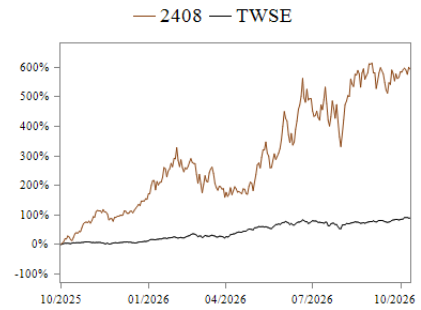
### 公司基本資訊

| | |
|---|---|
| 目前股本(百萬元) | 34,502 |
| 市值(億元) | 18,183 |
| 目前每股淨值(元) | 93.49 |
| 外資持股比(%) | 17.33 |
| 投信持股比(%) | 5.19 |
| 董監持股比(%) | 26.33 |
| 融資餘額(張) | 59,779 |
| 現金股息配發率(%) | 63.25 |

### 產品組合




### 股價相對大盤走勢




| (百萬元) | 2026F | 2027F | 2028F | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26 | 3Q26F | 4Q26F | 1Q27F | 2Q27F | 3Q27F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 營業收入淨額 | 413,148 | 649,127 | 726,455 | 18,779 | 30,094 | 49,087 | 82,549 | 133,649 | 147,863 | 150,629 | 158,462 | 163,216 |
| 營業毛利淨額 | 341,922 | 568,072 | 615,665 | 3,465 | 14,759 | 33,316 | 65,619 | 114,482 | 128,504 | 132,004 | 138,684 | 142,410 |
| 營業利益 | 318,055 | 531,721 | 573,530 | 1,119 | 11,781 | 30,111 | 60,826 | 106,894 | 120,224 | 123,569 | 129,810 | 133,269 |
| 稅後純益 | 263,718 | 440,378 | 474,565 | 1,563 | 11,093 | 26,059 | 50,192 | 87,627 | 99,840 | 102,571 | 107,997 | 109,741 |
| 稅後 EPS(元) | 76.44 | 127.64 | 137.55 | 0.45 | 3.22 | 7.55 | 14.55 | 25.40 | 28.94 | 29.73 | 31.30 | 31.81 |
| 毛利率(%) | 82.76% | 87.51% | 84.75% | 18.45% | 49.04% | 67.87% | 79.49% | 85.66% | 86.91% | 87.64% | 87.52% | 87.25% |
| 營業利益率(%) | 76.98% | 81.91% | 78.95% | 5.96% | 39.15% | 61.34% | 73.68% | 79.98% | 81.31% | 82.04% | 81.92% | 81.65% |
| 稅後純益率(%) | 63.83% | 67.84% | 65.33% | 8.32% | 36.86% | 53.09% | 60.80% | 65.56% | 67.52% | 68.10% | 68.15% | 67.24% |
| 營業收入 YoY/QoQ(%) | 520.47% | 57.12% | 11.91% | 78.40% | 60.25% | 63.11% | 68.17% | 61.90% | 10.64% | 1.87% | 5.20% | 3.00% |
| 稅後純益 YoY/QoQ(%) | 3,887.40% | 66.99% | 7.76% | N.A | 609.59% | 134.91% | 92.61% | 74.58% | 13.94% | 2.74% | 5.29% | 1.62% |

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 345.02 億元計算。

**南亞科 ESG：**

佈局綠色科技生產

DRAM 為智慧世代的關鍵零組件，南亞科研發先進且具高效能的「環境友善產品」以符合市場與客戶需求。所有產品於設計初期時，即導入生命週期思維與綠色設計，透過綠色產品推動委員會進行綠色產品管理。

重視人才發展與培養

「人才」是公司創新、營運與永續發展的根本，強化公司全方位人才培育與發展，南亞科技與長庚大學簽署成立記憶體學程碩士班，學生除可獲高額獎學金，更可獲得畢業後的就業機會。南亞科技期盼從育才、用才、引才、聚才、留才各方面，強化臺灣記憶體產業在國際上的競爭力。

共同攜手永續夥伴

南亞科攜手上下游合作夥伴一同前行，295 家供應商認同公司的永續理念，一同簽署南亞科技企業社會責任承諾書且簽署率達 100%、輔導供應商進行永續改善，稽核、輔導與改善率均 100%完成，並持續辦理供應鏈研討會。此外，也與供應商共同合作推動人權及環境相關的議題。

永續績效備受肯定

南亞科視 ESG 為企業的重要承諾，南亞科追求經營績效的同時，也同步落實 ESG 的平衡發展。南亞科技參加 2025 第 18 屆台灣企業永續獎評選，公司已連續第九年獲頒多項殊榮，獲獎包括年度最佳報告(製造業)、台灣 100 大永續典範企業獎及四項永續單項績效 – 氣候領袖獎、創新成長領袖獎、資訊安全領袖獎與透明誠信領袖獎。

南亞科已連續第五年入選 DJSI 世界指數，並連續第七年入選 S&P 全球永續年鑑，持續獲得國際永續評鑑機構肯定。

**ASP 大幅增加，南亞科 3Q26 稅後 EPS 25.40 元，淨值 118.99 元：**

受惠長期合約(LTA)重新簽訂帶動 ASP 跳升與 AI 運算拉貨動能增溫，南亞科 3Q26 營業收入達新台幣 1,336.49 億元，QoQ+61.90%，YoY+611.70%。受長期合約重新議價影響，平均銷售單價(ASP)QoQ>+60%，YoY>500%，bit shipment(位元出貨量)則因產能受限而 QoQ-4~-6%，匯率變動則產生 1~3%之有利影響。

長約到期的重新簽約為近期單價上漲的主要動力。3Q26 平均售價(ASP)季增超過 60%，其中超過一半的漲幅來自於半年前至一年前簽訂的高涵蓋率長約到期並重新定價。

終端應用結構方面，AI 基礎設施(含伺服器)營收貢獻顯著攀升，佔比已正式突破 20%，其餘出貨則涵蓋儲存 SSD、網通、車用工控與消費性電子等多元

應用。主力產品結構中，DDR4 與 LPDDR4 合計貢獻營收逾 60%(不含 DDR3)，DDR5 則約占 10%。

3Q26 毛利率亦受惠報價上揚而增加，並搭配製造成本與折舊持續優化；南亞科進行 1B 製程轉換順利，有利毛利率上揚。1B 主要是生產 LPDDR4 和 LPDDR5，不過客戶現在主要需求 DDR4，因此公司做產能調整，再加上 Blend ASP 上升，3Q26 毛利率從 2Q26 的 79.49%上揚至 85.66%，增加 6.17 個百分點。

3Q26 推銷管理費用較 2Q26 的 15.63 億元增加，約 24.43 億元。研發費用 3Q26 為 51.45 億元，較 2Q26 的 32.30 億元增加。皆來自員工分紅增加所致。3Q26 營業利益 1,068.94 億元，南亞科 3Q26 稅後獲利 876.27 億元，QoQ+74.58%，稅後 EPS 25.40 元，每股淨值自 2Q26 之 93.49 元躍升至 118.99 元。

受惠 AI 基礎設施拉貨與長約效益浮現，累計 1Q26 至 3Q26 稅後淨利達新台幣 1639.00 億元，累計前三季稅後 EPS 達 47.50 元(以最新股本 345.02 億元計算)。

**表一、3Q26 南亞科營收影響因素**

| Item | 3Q26 QoQ | 2Q26 QoQ | 1Q26 QoQ | 4Q25 QoQ | 3Q25 QoQ |
|---|---|---|---|---|---|
| Revenue | 61.90% | 68.17% | 63.11% | 60.30% | 78.40% |
| Shipment | -4~-6% | +0% | -4~-6% | +11~13% | +24~26% |
| ASP | +>60% | +>60% | +>70% | +>30% | +40% |
| Exchange Rate | +1~3% | +0% | +1~3% | +4~6% | (4~6%) |

資料來源：南亞科、群益投顧彙整

**南亞科董事會決議將 2026 年資本支出預算由原訂的新台幣 520 億元，提高至不超過新台幣 697 億元：**

08/05/2026 南亞科董事會決議為加速 5A 新廠建置並提前支付設備預付款，將 2026 年資本支出預算由原訂的新台幣 520 億元，大幅上調至不超過新台幣 697 億元，增加 177 億元，增幅約 34%，較 2025 年資本支出新台幣 134 億元，YoY 增加 420.15%，資本支出調升主要係於 5A 新廠建置與 EUV 先進設備預付款。

資本支出中 50%用在新廠的廠務和無塵室等，其餘 50%則會使用在設備採購上。累計 1Q26 至 3Q26 資本支出已執行新台幣 276 億元。預估 2026 年折舊費用將較 2025 年減少 10%左右，等到新廠 2027 年量產後，折舊費用才會再增加。在位元出貨方面，現有廠區在 4Q27 新廠量產前產能維持滿載，出貨量維持平穩走勢，加上公司庫存處於低檔，預估南亞科 2026 年 bit shipment 約 YoY+17~19%。

受惠長期合約 LTA 承諾與 AI 專案長期訂單能見度，董事會亦通過 2026-2029 年 4 年不超過 3,466 億元的資本支出上限，全力建設 5A 新廠，5A 新廠全期規劃月產能達 50K 片，將導入 10nm(1B-1E)先進製程及 EUV 技術。

5A 新廠第一階段月產能規劃為 35.9K 片，預計於 1Q27 進行設備移入裝機，4Q27 開始投產貢獻出貨，目標於 2028 年底前達成每月投片量 30K 片，並於 2030 年底前達成全產能每月投片量 50K 片之長期目標。

此外，公司已規劃於屏東科學園區建置 3D 晶圓封裝與測試廠，全面支援先進記憶體架構封裝需求。屏東廠長期總資本支出估計高達 100 億美元，預計於 2H28 開始進行設備移入與裝機。南亞科(前段晶圓級)主導前段的晶圓級處理(Wafer-level processing)與晶圓級測試(Wafer-level testing)。由合作夥伴福懋科負責後續的晶圓研磨、切割、打線、晶片封裝與最終測試。

受惠技術自主研發與客製化合作深化，南亞科藉由靈活之產能配置積極應對市場規格演進。產品布局上維持高度多樣化策略，同時供貨 DDR5、LPDDR5/5X、DDR4、LPDDR4/4X 及 DDR3 系列，針對常規應用與利基型規格動態調配投片比例，並透過 LTA 長約機制鎖定產能與合理利潤，有效抵禦成熟規格現貨報價波動之潛在風險。

**1B/1C/1D 和 EUV 進度**

南亞科的 10nm 製程分為 A、B、C、D、E 世代，其記憶儲存細胞(Cell)可進行微縮，因此可由 1A 逐步推進至 1B 再到 1C。製程轉換照計劃進行，會視整體景氣動態調整。1B 製程已滿載且良率高，2026 年產出目標占比達 40%。1C 製程預計於 1Q27 正式交付客戶進行驗證，次世代 1D、1E 製程及極紫外光(EUV)微影技術導入開發進度亦完全符合內部規劃。現有廠區在既有空間內持續優化先進節點投片轉換，以確保 DDR5 與 LPDDR5 等高階規格產出持續攀升；

EUV 在 1C 和 1D 製程都有導入，甚至 1E，還是要看客戶需求，目前預期 2028 年導入採用；在興建新廠時亦會同步建置 EUV 極紫外光微影設備獨立廠房。1C/1D/1E 及 EUV 研發也依計畫推進。

**4Q26 成長來自價格向上，預估南亞科 4Q26 稅後 EPS 28.94 元：**

DRAM 是算力的關鍵零組件，在 AI 驅動的投資下，推動記憶體供需結構性改變，降低景氣循環因素。HBM、LPDDR5 與 RDIMM 需求強勁。HBM、高容量 DDR5 及 LPDDR5 是整體 DRAM 需求成長的主要動能，高階 e-SSD、BMC、NIC 對 DDR4、LPDDR4 及 DDR5 需求持續。

一般型 DRAM 方面，高階 PC 與手機對 DDR5 及 LPDDR5 需求維持穩定；其他消費性方面，高價消費型產品需求暢旺，低價產品需求放緩，整體而言，AI 需求強排擠手機、PC、車用及消費型記憶體供給，預計記憶體供給不足預期將持續數季以上，長期 LTA (數年合約)形成供需共識。

AI 伺服器與高效能運算拉貨動能外溢，加上手機與一般運算記憶體供給端受限，4Q26 DRAM 產業結構性缺貨態勢維持不變。原廠庫存普遍偏低，且供應商均依據 LTA 長約承諾進行排產，新廠建置、設備交期與新製程導入均需要較長前置時間，整體供給彈性極為有限，供需緊俏格局為 4Q26 營運提供基本面支撐。4Q26 報價已確定高於 3Q26，南亞科多數產品合約價持續上揚，公司對整體價格走勢樂觀，且長約占比持續提高，短單價格仍可能因市況波動而調整。南亞科 2H26 成長主要來自 ASP，因為庫存在低點，產能利用率已滿載，預估南亞科 4Q26 稅後 EPS 28.94 元。預估 2026 年稅後 EPS

76.44 元。

**<u>產能受限，預估南亞科 2027 年稅後 EPS 127.64 元</u>：**

AI 運算(GPU、TPU、CPU 及 ASIC)主導整體 DRAM 需求強勁成長，全球記憶體產業景氣循環邁入長期結構性擴張。AI 應用領域持續擴大，推升更高容量、更高頻寬及客製化記憶體架構需求，需求已由核心之 HBM 與 LPDDR5 全面擴展至網路、儲存及系統管理等應用，而供應商將產能部署於 HBM 與先進製程，對常規 DRAM 造成實質產能排擠，使 DRAM 供需缺口將長期持續，關鍵觀察指標為北美 CSP 及大型語言模型開發商的 AI 投資回報率(ROI)是否可持續。

傳統應用市場在供給不足與價格調漲環境下，傳統應用產品出現規格下調(down-specification)或延長生命週期的狀況，低階市場部分由二手或回收 DRAM 支撐。

**DDR4 走勢：**

- 供給短缺：由於主要供應商減產並將產能轉移至 HBM/DDR5，DDR4 市場出現供給短缺，且此狀況預計將持續數個季度。
- 市場轉移至 DDR5：雖然 DDR4 市場占比逐漸變小，目前單一 DDR4 產品仍佔整體 DRAM 市場總需求 12%~14%，若加計 LPDDR4 則比例更高。南亞科全球 DRAM 市佔率約為 3%，因此相對龐大的 DDR4 需求，為公司提供相當充沛且健康的銷售空間。
- 需求穩固：消費性電子是 DDR4 需求最穩固的領域。8Gb 容量是目前市場的最佳選擇點(sweet spot)。每個客戶的應用中，可能有完整的基礎設施(平台)，包括 PCB、晶片組等等。所以，短期對客戶來說，從 DDR4 轉移到 DDR5 相對複雜，客戶必須在基礎設施變更上花費大量的時間和金錢，且 16Gb DDR5 價格也上漲，成本高昂，因此需求將維持較長時間。
- 南亞科 16Gb DDR4 於 2H26 開始貢獻營收。南亞科具備高度彈性，可隨客戶需求與市場效益，在 DDR4、LPDDR4、DDR5 與 AI 專案之間彈性調配產能。

**DDR5：**

- AI 運算(GPU、TPU、CPU、ASIC)全面驅動高容量與高頻寬記憶體需求，加上個人電腦(PC)領域主要採用 DDR5，帶動 DDR5 需求穩健成長。
- 南亞科進度：公司已開始以模組形式出貨 DDR5，技術進度與市場同步，高階的 6400 Mbps 產品已準備就緒。
- 目前 DDR5 交易量約占 10%，公司目標是維持在 10%以上並逐步提升，但仍需視整體缺貨結構而定，短期內不會過度拉升產出，以避免對客戶造成調整壓力。DDR5 8Gb R-DIMM 主要應用於雲端與伺服器，但在既有產能未擴增的情況下，大量出貨仍需等待新廠投產後才有空間。

**Wafer-on-Wafer (WoW) 堆疊技術：**

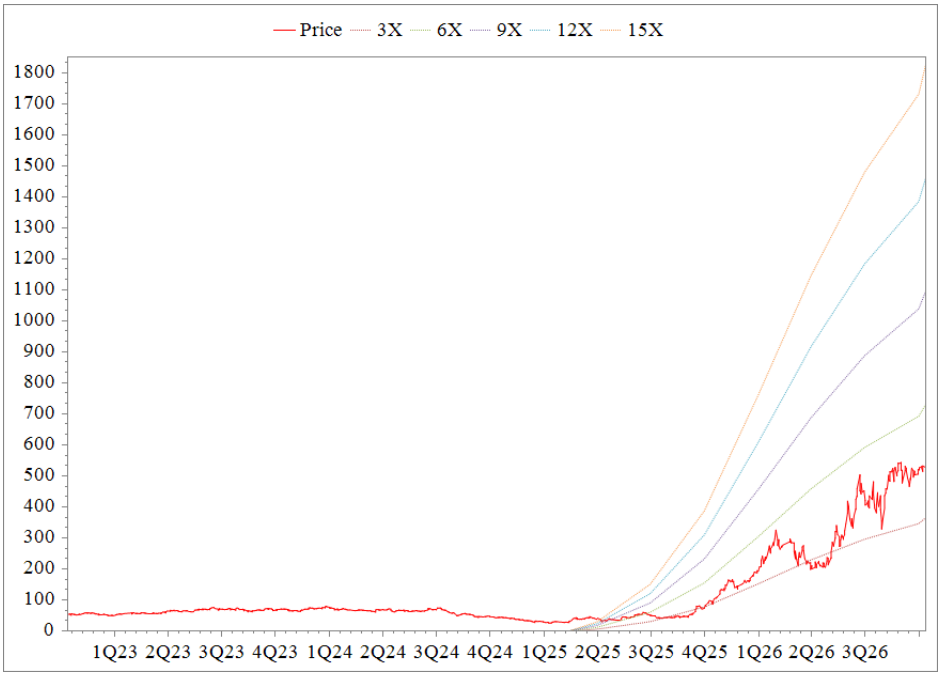
- 公司正積極開發 WoW 技術，以應對未來 AI/AGI 應用所需的高頻寬與高密度需求。
- 目前相關設備已安裝，並正與多家客戶合作開發不同領域的終端產品，但因保密協議無法透露具體應用。預估 2027 年有營收貢獻。
- 南亞科正與多位客戶合作開發客製化 DRAM，其中也包含 HBM 的延伸產品以及 Wafer-to-Wafer 封裝專案。由於具體進度取決於客戶端的市場開發時程，目前尚無法給出明確的營收貢獻指引
- 台灣擁有領先晶圓代工廠(如台積電)，這的確有助於簡化並推動南亞科在客製化專案(如 HBM 及 Wafer-to-Wafer)上的進行。

南亞科的長期合約(LTA)佔總出貨量的涵蓋率約落在 50%~70%。合約期限從單季到 3 年不等，其中 3 年期的超長約已佔出貨量 20%以上。隨著 AI 與伺服器客戶積極爭取長期產能保障，南亞科正持續與客戶推進更長天期的供應合約，計畫逐步將過去短天期的 1 年期合約，往 3 年以上的「長期供應合約」進行結構性轉換，以鎖定長期合作夥伴的份額。為應對記憶體產業的週期性波動，南亞科正與客戶洽談導入包含「價格底線與上限」的合約機制(如保證採購、價格底線或預付款)，在保障供應商合理利潤的同時，也為客戶鎖定成本上限。這些長期合約不僅涵蓋現有的廠房產能，也涵蓋未來新廠的整體產能規劃。一般來說，如果是季度合約，價格會在一個季度內維持固定，雙方都會遵守約定，並在下一次談判週期到來前盡量不作調整。

產業結構性轉變擴大需求缺口，加速多元創新 AI 解決方案，記憶體需求維持熱絡，AI 相關需求降低景氣循環波動，AI GPU /CPU/ASIC 晶片開發持續推升 HBM、LPDDR5 及 DDR5 需求大幅成長。AI 基礎建設帶動 eSSD、SmartNIC 與 BMC 採用更高容量、更高效 DRAM，以因應高速資料處理、網路傳輸及系統管理需求。非 AI 應用產能受限，有利於高階市場發展，使終端產品售價提升。

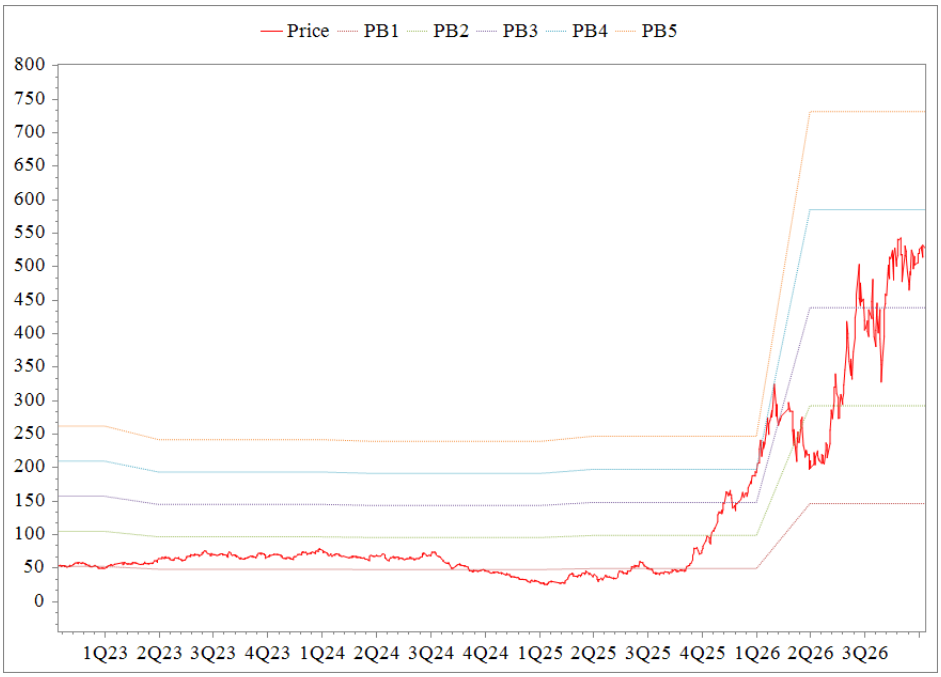
南亞科預期供需緊缺的狀況預計將持續延續至 2027 年甚至 2028 年初。南亞科目前的策略則是技術自主、長約鎖定與利潤導向的防禦性資本支出，而非衝產量、殺價拼市占。南亞科目前簽署長期供應協議(LTA)的產能約占總出貨量的 50~70%。不過南亞科位元出貨量已達高點，現有廠區在 4Q27 新廠量產前產能維持滿載，出貨量維持平穩走勢，加上公司庫存處於低檔，預估南亞科 2027 年 bit shipment 持平，價格走勢維持高檔，使南亞科毛利率水準有望優於 2026 年，預估南亞科 2027 年稅後 EPS 127.64 元。

**Forward PE Band**




資料來源：CMoney，群益預估彙整

**Forward PB Band**




資料來源：CMoney，群益預估彙整

**資產負債表**

| (百萬元) | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|---|
| **資產總計** | 206,706 | 208,453 | 573,900 | 932,503 | 1,265,928 |
| 流動資產 | 107,946 | 108,541 | 471,321 | 823,711 | 1,141,997 |
| 現金及約當現金 | 61,903 | 58,074 | 261,206 | 453,547 | 630,290 |
| 應收帳款與票據 | 4,132 | 16,558 | 62,824 | 105,626 | 78,612 |
| 存貨 | 35,318 | 27,288 | 21,856 | 25,498 | 27,086 |
| 採權益法之投資 | 4,645 | 5,904 | 5,354 | 5,496 | 8,555 |
| 不動產、廠房設備 | 84,327 | 85,031 | 89,082 | 94,937 | 102,367 |
| **負債總計** | **41,653** | **37,914** | **65,575** | **70,055** | **84,174** |
| 流動負債 | 32,780 | 19,020 | 41,713 | 46,364 | 61,675 |
| 應付帳款及票據 | 5,180 | 6,481 | 8,130 | 8,485 | 8,761 |
| 非流動負債 | 8,873 | 18,894 | 22,213 | 21,687 | 20,219 |
| **權益總計** | 165,053 | 170,538 | 508,325 | 862,448 | 1,181,754 |
| 普通股股本 | **30,986** | **30,986** | **34,502** | **34,502** | **34,502** |
| 保留盈餘 | 97,478 | 104,102 | 363,170 | 717,293 | 1,036,599 |
| 母公司業主權益 | 165,053 | 170,400 | 504,672 | 858,795 | 1,178,100 |
| **負債及權益總計** | **206,706** | **208,453** | **573,900** | **932,503** | **1,265,928** |

**現金流量表**

| (百萬元) | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|---|
| **營業活動現金** | 1,952 | 18,568 | 201,164 | 394,474 | 469,347 |
| 稅前純益 | -6,557 | 7,882 | 323,668 | 533,841 | 575,560 |
| 折舊及攤銷 | 16,144 | 14,281 | 14,451 | 16,032 | 20,018 |
| 營運資金變動 | -4,859 | -3,095 | -39,185 | -46,089 | 25,703 |
| 其他營運現金 | -2,776 | -500 | -97,769 | -109,310 | -151,934 |
| **投資活動現金** | -16,188 | -14,110 | -68,182 | -95,882 | -99,517 |
| 資本支出淨額 | -16,141 | -13,441 | -69,016 | -95,666 | -94,866 |
| 長期投資變動 | -6 | -614 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投資現金 | -40 | -55 | 835 | -216 | -4,651 |
| **籌資活動現金** | 13,707 | -6,317 | 70,149 | -106,250 | -193,087 |
| 長借/公司債變動 | 4,000 | 10,200 | 3,318 | -525 | -1,468 |
| 現金增資 | 0 | 0 | 78,718 | 0 | 0 |
| 發放現金股利 | 0 | 0 | -4,648 | -86,255 | -155,259 |
| 其他籌資現金 | 9,707 | -16,517 | -7,240 | -19,470 | -36,359 |
| **淨現金流量** | 3,091 | -3,829 | 203,132 | 192,341 | 176,743 |
| **期初現金** | 58,812 | 61,903 | 58,074 | 261,206 | 453,547 |
| **期末現金** | 61,903 | 58,074 | 261,206 | 453,547 | 630,290 |

資料來源：CMoney、群益

**損益表**

| (百萬元) | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|---|
| **營業收入淨額** | 34,132 | 66,587 | 413,148 | 649,127 | 726,455 |
| 營業成本 | 34,552 | 51,600 | 71,219 | 81,055 | 110,790 |
| **營業毛利淨額** | -421 | 14,984 | 341,922 | 568,072 | 615,665 |
| 營業費用 | 10,134 | 9,741 | 23,867 | 36,351 | 42,134 |
| **營業利益** | -10,555 | 5,243 | 318,055 | 531,721 | 573,530 |
| **EBITDA** | 6,612 | 20,256 | 332,506 | 547,753 | 593,548 |
| 業外收入及支出 | 3,998 | 2,639 | 5,613 | 2,120 | 2,030 |
| 稅前純益 | -6,557 | 7,882 | 323,668 | 533,841 | 575,560 |
| 所得稅 | -1,474 | 1,269 | 59,952 | 93,463 | 100,995 |
| 稅後純益 | -5,083 | 6,614 | 263,718 | 440,378 | 474,565 |
| 稅後 EPS(元) | -1.47 | 1.92 | 76.44 | 127.64 | 137.55 |
| 完全稀釋 EPS** | -1.47 | 1.92 | 76.44 | 127.64 | 137.55 |

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 345.02【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 345.02 億元計算

**比率分析**

| (百萬元) | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|---|
| **成長力分析(%)** | | | | | |
| 營業收入淨額 | 14.18% | 95.09% | 520.47% | 57.12% | 11.91% |
| 營業毛利淨額 | N.A | N.A | 2181.84% | 66.14% | 8.38% |
| 營業利益 | N.A | N.A | 5965.94% | 67.18% | 7.86% |
| 稅後純益 | N.A | N.A | 3887.40% | 66.99% | 7.76% |
| **獲利能力分析(%)** | | | | | |
| 毛利率 | -1.23% | 22.50% | 82.76% | 87.51% | 84.75% |
| EBITDA(%) | 19.37% | 30.42% | 80.48% | 84.38% | 81.70% |
| 營益率 | -30.92% | 7.87% | 76.98% | 81.91% | 78.95% |
| 稅後純益率 | -14.89% | 9.93% | 63.83% | 67.84% | 65.33% |
| 總資產報酬率 | -2.46% | 3.17% | 45.95% | 47.23% | 37.49% |
| 股東權益報酬率 | -3.08% | 3.88% | 51.88% | 51.06% | 40.16% |
| **償債能力檢視** | | | | | |
| 負債比率(%) | 20.15% | 18.19% | 11.43% | 7.51% | 6.65% |
| 負債/淨值比(%) | 25.24% | 22.23% | 12.90% | 8.12% | 7.12% |
| 流動比率(%) | 329.30% | 570.67% | 1129.90% | 1776.62% | 1851.62% |
| **其他比率分析** | | | | | |
| 存貨天數 | 332.51 | 221.42 | 125.93 | 106.62 | 86.62 |
| 應收帳款天數 | 50.00 | 56.71 | 35.07 | 47.36 | 46.28 |

**季度損益表**

| (百萬元) | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26 | 3Q26F | 4Q26F | 1Q27F | 2Q27F | 3Q27F | 4Q27F | 1Q28F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 營業收入淨額 | 10,526 | 18,779 | 30,094 | 49,087 | 82,549 | 133,649 | 147,863 | 150,629 | 158,462 | 163,216 | 176,820 | 169,769 |
| 營業成本 | 12,690 | 15,315 | 15,333 | 15,761 | 16,932 | 19,167 | 19,359 | 18,625 | 19,778 | 20,806 | 21,847 | 25,432 |
| 營業毛利淨額 | -2,165 | 3,465 | 14,759 | 33,316 | 65,619 | 114,482 | 128,504 | 132,004 | 138,684 | 142,410 | 154,974 | 144,337 |
| 營業費用 | 2,336 | 2,346 | 2,979 | 3,205 | 4,793 | 7,589 | 8,280 | 8,435 | 8,874 | 9,140 | 9,902 | 9,847 |
| 營業利益 | -4,501 | 1,119 | 11,781 | 30,111 | 60,826 | 106,894 | 120,224 | 123,569 | 129,810 | 133,269 | 145,072 | 134,491 |
| 業外收入及支出 | -599 | 904 | 1,602 | 1,607 | 1,503 | 2,438 | 65 | 10 | 307 | 2,214 | -411 | 10 |
| 稅前純益 | -5,100 | 2,023 | 13,383 | 31,718 | 62,329 | 109,332 | 120,289 | 123,580 | 130,117 | 135,483 | 144,661 | 134,501 |
| 所得稅 | -998 | 460 | 2,291 | 5,660 | 12,138 | 21,705 | 20,449 | 21,009 | 22,120 | 25,742 | 24,592 | 22,865 |
| 稅後純益 | -4,102 | 1,563 | 11,093 | 26,059 | 50,192 | 87,627 | 99,840 | 102,571 | 107,997 | 109,741 | 120,068 | 111,636 |
| 最新股本 | 34,502 | 34,502 | 34,502 | 34,502 | 34,502 | 34,502 | 34,502 | 34,502 | 34,502 | 34,502 | 34,502 | 34,502 |
| 稅後EPS(元) | -1.19 | 0.45 | 3.22 | 7.55 | 14.55 | 25.40 | 28.94 | 29.73 | 31.30 | 31.81 | 34.80 | 32.36 |
| **獲利能力(%)** | | | | | | | | | | | | |
| 毛利率(%) | -20.57% | 18.45% | 49.04% | 67.87% | 79.49% | 85.66% | 86.91% | 87.64% | 87.52% | 87.25% | 87.64% | 85.02% |
| 營業利益率(%) | -42.76% | 5.96% | 39.15% | 61.34% | 73.68% | 79.98% | 81.31% | 82.04% | 81.92% | 81.65% | 82.04% | 79.22% |
| 稅後純益率(%) | -38.97% | 8.32% | 36.86% | 53.09% | 60.80% | 65.56% | 67.52% | 68.10% | 68.15% | 67.24% | 67.90% | 65.76% |
| **QoQ(%)** | | | | | | | | | | | | |
| 營業收入淨額 | 46.44% | 78.40% | 60.25% | 63.11% | 68.17% | 61.90% | 10.64% | 1.87% | 5.20% | 3.00% | 8.34% | -3.99% |
| 營業利益 | N.A | N.A | 952.64% | 155.60% | 102.00% | 75.74% | 12.47% | 2.78% | 5.05% | 2.66% | 8.86% | -7.29% |
| 稅前純益 | N.A | N.A | 561.56% | 137.00% | 96.51% | 75.41% | 10.02% | 2.74% | 5.29% | 4.12% | 6.77% | -7.02% |
| 稅後純益 | N.A | N.A | 609.59% | 134.91% | 92.61% | 74.58% | 13.94% | 2.74% | 5.29% | 1.62% | 9.41% | -7.02% |
| **YoY(%)** | | | | | | | | | | | | |
| 營業收入淨額 | 6.10% | 130.91% | 357.69% | 582.91% | 684.23% | 611.70% | 391.34% | 206.86% | 91.96% | 22.12% | 19.58% | 12.71% |
| 營業利益 | N.A | N.A | N.A | N.A | N.A | 9451.24% | 920.52% | 310.37% | 113.41% | 24.67% | 20.67% | 8.84% |
| 稅前純益 | N.A | N.A | N.A | N.A | N.A | 5304.60% | 798.82% | 289.62% | 108.76% | 23.92% | 20.26% | 8.84% |
| 稅後純益 | N.A | N.A | N.A | N.A | N.A | 5505.10% | 800.01% | 293.60% | 115.17% | 25.24% | 20.26% | 8.84% |

註1：稅後EPS以股本345.02億元計算

註2：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

## 【投資評等說明】

| 評等 | 定義 |
|---|---|
| 強力買進(Strong Buy) | 首次評等潛在上漲空間≥35% |
| 買進(Buy) | 15%≤首次評等潛在上漲空間<35% |
| 區間操作(Trading Buy) | 5%≤首次評等潛在上漲空間<15% |
| 中立(Neutral) | 無法由基本面給予投資評等<br>預期近期股價將處於盤整<br>建議降低持股 |

## 【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

**停止推薦情境：**

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌。

## 【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。